

# Back to the roots!

**Een compliance professional die verder kijkt dan de wet durft kritisch te zijn over het bestaansrecht van de onderneming en de wijze waarop daarmee wordt omgegaan. Een vraag moet daarbij in ieder geval worden gesteld: welke toegevoegde waarde leveren we eigenlijk voor onze klanten? Dit artikel biedt aanknopingspunten voor een antwoord met betrekking tot vermogensbeheer.**

Laten we eens een stap terug in de tijd zetten. Waar liggen *the roots* van de vermogensbeheerder? Economen reconstrueren het antwoord op deze vraag aan de hand van de transactiekostentheorie, waarvoor Oliver E. Williamson in 2009 de Nobelprijs ontving. Voor de gemiddelde belegger is het niet eenvoudig te bepalen hoe hij zijn vermogen het beste kan beleggen om zijn doelstellingen te realiseren. Zich verdiepen in de beleggingsleer om tot een goede asset allocatie te komen kost veel tijd en energie. Deze tijd en energie omgerekend in geld is wat wordt verstaan onder 'transactiekosten'. Taakspecialisatie kan deze transactiekosten beperken. In dat geval specialiseert een partij zich in bepaalde activiteiten, waardoor hij in staat is deze activiteiten beter en efficiënter uit te voeren dan iemand die er niet in gespecialiseerd is. En zie hier wat de vermogensbeheerder doet: hij specialiseert zich in het beheren van vermogen en kan zo het beheer beter en efficiënter uitvoeren dan zijn klanten dat kunnen. Zijn toegevoegde waarde zit in de transactiekosten die zijn klanten uitsparen door hem in de arm te nemen. De vergoeding die zijn klanten hiervoor over hebben, wordt bepaald door het samenspel van vraag en aanbod, waarbij de klant niet bereid is meer te betalen dan wat het hem zou kosten aan tijd en energie als hij het zelf zou doen. Vanuit economisch opzicht volkomen logisch!

De werkelijkheid is echter weerbarstiger. Allereerst is het geen standaardpraktijk dat vermogensbeheerders door hun klanten worden betaald. Of in ieder geval niet volledig. De vermogensbeheerder ontvangt vergoedingen (provisies) van derden, zoals aanbieders van beleggingsfondsen. Hierdoor wordt de hoogte van de vergoeding voor de dienst niet alleen bepaald door vraag en aanbod, maar ook door bemoeienis van deze derde partijen.

In de tweede plaats is het de vraag of de activiteiten waarop vermogensbeheerders zich toeleggen voldoende toegevoegde waarde hebben voor hun klanten. Deze vraag wordt belangrijker nu internet de toegang tot informatie vele malen makkelijker heeft gemaakt en de belegger met minder tijd en energie zelf kan doen wat hij eerder wilde uitbesteden. Veel vermogensbeheerders werven hun klanten met mooie rendementsvoorspellingen. Zij zijn in staat de juiste financiële instrumenten te kiezen en de *benchmark* te verslaan. In werkelijkheid blijkt dit vaak niet het geval. Dit zit voor een deel in de kosten die de vermogensbeheerder bij zijn klant in rekening brengt. Maar het lijkt ook te maken te hebben met iets wat aangeduid kan worden als de 'tragiek van

de expert'. Experts doen het vaak helemaal niet zoveel beter dan de leek. Zo lukt het actieve fondsmanagers vaak niet om de *benchmark* te verslaan, terwijl dit toch juist hun doelstelling is. Op een heel ander terrein toont Philip Tetlock in zijn boek 'Expert Political Judgement' aan dat experts doorgaans slechter zijn in het doen van politieke voorspellingen dan ruwe algoritmes. En daarbij geldt: hoe prominenter de expert, hoe slechter hun voorspellingen zijn.

Waarom is de klant niet kritischer ten aanzien van het verdienmodel en de toegevoegde waarde van de vermogensbeheerder? Het antwoord op deze vraag zit voor een deel in het 'niet kunnen' en voor een deel in het 'niet willen'. Laten we beginnen bij het 'niet kunnen'. Taakspecialisatie leidt tot ongelijke informatie. De klant schakelt een gespecialiseerde partij in om zich niet zelf te hoeven specialiseren. Door een vermogensbeheerder in de arm te nemen, hoeft de klant zich dus niet te verdiepen in alle aspecten van vermogensbeheer. Het gevolg hiervan is dat de klant minder weet dan de vermogensbeheerder. Deze informatieachterstand beperkt hem in zijn mogelijkheden om kritisch te kunnen zijn richting zijn vermogensbeheerder. Dit hoeft geen probleem te zijn, zolang de belangen van de vermogensbeheerder en de klant gelijk zijn. Echter, provisiestromen zorgen ervoor dat deze belangen niet gelijk lopen; ze geven de vermogensbeheerder een ondoorzichtige prikkel om de belangen van de provisiebetaler en zijn eigen financiële belang te dienen in plaats die van de klant.

Dan het 'niet willen'. Zoals veel vermogensbeheerders zullen herkennen: klanten hebben doorgaans weinig interesse in hun financiële huishouding. Dit wordt erger, naarmate het doel waarvoor ze vermogen opbouwen verder in de toekomst ligt. Dit is bij vermogensbeheer regelmatig het geval. Ongeïnteresseerde klanten zullen hun vermogensbeheerder niet prikkelen om scherp te zijn en hun toegevoegde waarde te maximaliseren.

Omdat het bestaansrecht van de vermogensbeheerder op het spel staat, lijkt het zinvol bij hem te starten om bovenbeschreven problematiek aan te pakken. Mijn advies luidt: *go back to your roots! Hoe?*

Allereerst: denk scherp na over de toegevoegde waarde die je als vermogensbeheerder kunt en wilt leveren. Deze toegevoegde waarde zit hoogstwaarschijnlijk niet in het selecteren van de juiste financiële instrumenten (de 'gouden tip': meer aandelen Koninklijke Olie of meer aandelen Unilever?). De toegevoegde waarde zit wel in het in kaart brengen van de doelstellingen van de klant, in het licht van zijn risicobereidheid en zijn financiële situatie en wensen, en het kiezen van een passende asset allocatie.<sup>1</sup> En ook in het hou-

1. Uit onderzoek blijkt dat de strategische asset allocatie 80% van het rendement bepaalt.

den van een vinger aan de pols bij het realiseren van die doelstellingen en het tijdig bijsturen indien nodig. En ten tweede: kies voor een zuivere beloningsvorm zonder provisies van derden. Laat vraag en aanbod de vergoeding voor de dienst bepalen. Dit legt een verantwoordelijkheid bij zowel de vermogensbeheerder als de klant. De vermogensbeheerder zal zijn toegevoegde waarde voor de klant inzichtelijk moeten maken. De klant zal moeten beoordelen tegen welke prijs hij bereid is de vermogensbeheerder in te schakelen. Oftewel: wat is het hem waard om zelf geen tijd en energie te hoeven steken in het beheren van zijn vermogen? Een heuse kosten- en batenafweging dus.

Wellicht lijkt dit alles niet heel baanbrekend. En toch blijkt de praktijk de papieren logica niet overal te volgen. Om daadwerkelijk iets te veranderen, is het zaak dat niet alleen de handen van economische theoretici op elkaar komen, maar ook die van hen om wie het in de echte wereld gaat: de vermogensbeheerder en zijn klant. De vermogensbeheerder moet bepalen waar werkelijk zijn toegevoegde waarde ligt en de klant moet leren hem daarop te beoordelen. De compliance professional, ten slotte, zou in dit alles het geweten moeten zijn, niet terughoudend om kritische vragen over het bestaansrecht – *the roots* – van de organisatie op te werpen.

*mr. drs. K. Raaijmakers\**

---

\* Karina Raaijmakers was tot 1 september 2012 werkzaam als Manager bij de Toezichtgroepen Financiële Ondernemingen van de Autoriteit Financiële Markten. Sinds 1 september is zij werkzaam voor Clear Conduct.